

Oslo, 06.11.2009

Deres ref.: 06/356 FM NM

### **Høringsuttalelse – forslag til endring i kapitalforvaltningsforskriften.**

Etter pensjonskasseforeningenes syn representerer det foreliggende forslag til endringer i kapitalforvaltningsforskriften skritt i riktig retning: Vi støtter således forslaget om å fjerne den konkrete grensen for investering i ett enkelt UCITS fond og grensen for investering i ett nasjonalt statsobligasjonsfond. Kvantitative begrensninger vanskeliggjør generelt en effektiv kapitalforvaltning og vil allikevel i all hovedsak måtte avvikles ved innføring av Solvency II regelverket – jfr. avsnitt 1.3 i høringsnotatet.

Innføring av infrastrukturinvesteringer gir pensjonskassene et nytt langsiktig investeringsalternativ. Likeledes er det positivt at det nå klargjøres at det er adgang til å inkludere fast eiendom i investeringsvalgporteføljer.

Vi ser imidlertid at det er muligheter for forbedringer av regelverket utover det som er foreslått i høringsnotatet og tilrår følgende endringer:

- Kursreguleringsfond holdes utenfor ved beregning av øvre grense for enkeltinvesteringer.
- Grensen for investering i ett enkelt nasjonalt fond – andre nasjonale fond enn statsobligasjonsfond – økes til 10 %.
- Grensen for plassering i ett enkelt fond som ikke er UCITS eller nasjonalt fond økes fra 1 % til 4 %.
- Grensen for plassering i ett enkelt infrastrukturfond bør settes til 10 %
- Grensen for plassering i en enkelt fast eiendom (omsettelige bolig og forretningseiendommer) økes fra 7 % til 10 %.
- Obligasjonslån på ABM-listen sidestilles med lån notert på Oslo Børs, eller subsidiært, at lån på ABM regnes som noterte lån i de tilfeller hvor utsteder har andre papirer notert på Oslo Børs.

Vi kommenterer våre forslag og øvrige forhold nærmere i det følgende:

#### **1 Kursreguleringsfondet**

Med ny forsikringslov er kursreguleringsfondet blitt definert som en del av forsikringsmessige avsetninger – jf. forsikringsvirksomhetsloven § 9-15.

I kapitalforvaltningsforskriften er det satt visse grenser for enkeltplasseringer, jf. § 3-3 annet ledd og § 3-3 fjerde ledd nr 3, og for samlet plasseringer, jf. 3-2

første ledd. Slik bestemmelsene er utformet, vil det kunne ha uheldige konsekvenser for. En pensjonskasse som har investeringer opp mot en av de angjeldende grenser vil evt. måtte selge seg ned i det aktuelle verdipapir / fond dersom dette stiger i verdi. Generelt kan det ikke være hensiktsmessig å selge de verdipapirer som har en særlig gunstig verdiutvikling.

Kursreguleringsfondet var tidligere ikke en del av de forsikringsmessige avsetninger og en kursvekst i et verdipapir / verdipapirfond endret da ikke de verdier som skulle dekke de forsikringsmessige avsetninger – og ble følgelig ikke rammet av grensene i (den gamle) kapitalforvaltningsforskriften.

Bemerk for øvrig at pensjonskassens beregnede forpliktelser fullt ut vil være dekket av verdipapirene i kollektivporteføljen til kostpris – urealiserte kursgevinster vil utgjøre en ikke disponert buffer mot mulige verdifall.

Det er vårt syn at begrensningene for største plasseringer i ett fond / ett verdipapir var mer hensiktsmessig slik de tidligere var utformet. Vi vil på denne bakgrunn foreslå at en endrer forskriftens bestemmelser (§ 3-2 annet ledd) som følger:

*Et selskap kan ikke ha eiendeler i kollektivporteføljen<sup>1</sup> utstedt av én utsteder eller ha fordringer på én debitor, som, vurdert til kostpris, til sammen utgjør mer enn 4 prosent av de forsikringsmessige avsetninger fratrukket verdien av kursreguleringsfondet.*

§ 3-2 fjerde ledd nr 3 må endres tilsvarende.

## 1.2 Grense for alternative plasseringer

Kredittilsynet foreslår – at i stedet for at kursreguleringsfond unntas fra reglene i kapittel 3 – økes grensene for alternative plasseringer<sup>2</sup> til 10 %.

Pensjonskasseforeningen ønsker som nevnt prinsipalt at kursreguleringsfond unntas fra reglene i kapittel 3. Vi mener imidlertid at grensen for alternative plasseringer i tillegg bør kunne økes noe, ettersom en rekke aktuelle investeringsalternativer omfattes av denne posten, så som private equity (bl.a. fond), hedge fond og unoterte obligasjoner.

§ 3-2 første ledd første setning er for øvrig noe uheldig utformet. Det bør hete:

*Eiendeler som omfattes av § 3-1 nr. 20 skal til sammen ikke utgjøre mer enn x prosent av kollektivporteføljen til dekning av forsikringsmessige avsetninger.*

## 2 Plasseringsbegrensninger for verdipapirfond

---

<sup>1</sup> Jf. forsikringsloven § 9-8

<sup>2</sup> Jf. § 3-1 første ledd nr. 20 i Kredittilsynets forslag til ny forskrift.

Kredittilsynet foreslår at grensen for plassering i ett UCITS-fond<sup>3</sup> oppheves. Pensjonskasseforeningen støtter denne endringen. Krav til risikospredning for slike fond etter verdipapirfondloven kapittel 4 sammen med de generelle aktsomhetsreglene i kapitalforvaltningsforskriften kapittel 2 vil gi sikre en betryggende risikospredning.

Pensjonskasseforeningen støtter også forslaget om å fjerne grensen for investering i ett enkelt norsk eller utenlandsk statsobligasjonsfond (som er) tillatt markedsført i Norge. Når det ikke er noen grense for plassering i ett enkelt statspapir gir det liten mening å ha en grense for plassering i ett enkelt statsobligasjonsfond.

Det er etter Pensjonskasseforeningens syn også grunn til å justere grensen på 4 % for plassering i andre "nasjonale fond". Nasjonale fond oppfyller på de fleste punkter kravene til UCITS-fond. Bl.a. tillates det ikke lånefinansiering av disse fond. De synes lite logisk at grensen for plassering i ett slikt fond med klare krav til risikospredning ikke er noe høyere enn for investeringer i ett enkelt verdipapir. Indeksfond med utgagnspunkt i Oslo Børs indeks vil for eksempel ikke oppfylle krav etter UCITS-regelverket som følge av at enkelte aksjer (StatoilHydro) veier for tungt i indeksen. En rimelig grense for plassering i ett enkelt nasjonalt fond vil etter vår oppfatning være 10 % av forsikringsmessige avsetninger.

Andeler i et enkelt verdipapirfond eller lignende eiendeler omfattet av § 3-1 første ledd nr. 20<sup>4</sup> kan ikke tilsvare mer enn 1 prosent av de forsikringsmessige avsetninger. Bl.a. investeringer i private equity fond og hedge-fond vil falle i denne kategorien. Det synes ikke meningsfylt at grensen for investeringer i ett enkelt fond – som generelt vil ha en risikoreduserende strategi – skal være lavere enn grensen for investering i ett enkelt verdipapir som faller i samme kategori. Pensjonskasseforeningen vil be om at grensen for investering i fond som faller i denne kategorien settes lik 4 %, tilsvarende den generelle grensen for største enkeltengasjement.

### 3 Derivater

Vi formoder at Kredittilsynets forslag til endring kun er en korreksjon av en tidligere inkurie og har ingen innvendinger til forslaget.

Gjeldende bestemmelse om derivater er åpenbart feil. I § 2-4 henvises det til § 3-1 nr 18 – men 3-1 nr. 18 omtaler overhodet ikke derivater. Vi formoder for øvrig at det aldri har vært intensjonen å stille ulike krav til derivater brukt til sikring og derivater for øvrig.

---

<sup>3</sup> Kapitalforvaltningsforskriften § 3-3 fjerde ledd nr. 5

<sup>4</sup> I hht. Kredittilsynets forslag

#### 4.1 Fast eiendom

Fast eiendom er meget hensiktsmessige investeringsobjekt for pensjonskasser og livsforsikringsselskaper. De oppfyller behovet for langsiktighet, og inntektene er stabile og vanligvis inflasjonsjusterte. Forskriftens § 3-4 setter imidlertid en grense på 7 % av de forsikringsmessige avsetninger på plassering i én enkelt fast eiendom. Selv for midlere eller større pensjonskasser er denne grensen noe lav i forhold til aktuelle investeringsobjekter. Vi vil be om at grensen økes til 10 % for fast eiendom, når denne er i form av omsettelig bolig eller forretningseiendom – jf. § 3-1 første ledd nr. 11. Grensen for annen fast eiendom – jf. § 3-1 første ledd nr. 12 – kan forbli 7 %.

#### 4.2 Fast eiendom - konsernintern gjeld

Vi deler Kredittilsynets synspunkt om at tillatelse til å finansiere eiendomsselskaper som er datterselskaper både med egenkapital og (konsernintern) gjeld vil være hensiktsmessig. Bestemmelsen, slik den er foreslått, er presis nok når det gjelder heleide datterselskap, men hvorledes regelverket skal forstås når det gjelder eiendomsselskap hvor livsforsikringsselskapet / pensjonskassen er deleier bør formodentlig presiseres.

#### 4.3 Fast eiendom - mellomliggende holdingselskap

Pensjonskasseforeningen har ingen kommentarer til forslaget.

### 5 Infrastrukturinvesteringer

Pensjonskasseforeningen er positiv til bedre muligheter til investering i infrastrukturprosjekter – så vel direkte som indirekte gjennom fond mv. dette er et relativt nytt investeringsobjekt for livsforsikringsselskap og pensjonskasser, og det er vanskelig å ha noen klar formening om den definisjon og avgrensning av klassen som Kredittilsynet foreslår er tilfredsstillende. For ikke å gjøre bestemmelsene unødige rigide, vil det kunne være hensiktsmessig med en fullmaktsbestemmelse som gir Kredittilsynet anledning til å godkjenne investering i prosjekter som ikke uten videre dekkes av formuleringene i forskriftens § 1-2 siste ledd.

Slik regelverket er foreslått, vil det gjelde en grense på 4 % for investering i ett enkelt infrastrukturfond - men ingen konkret grense for direkte investering i ett infrastrukturprosjekt. Etter Pensjonskasseforeningens syn bør det være anledning til å investere i ett infrastrukturfond tilsvarende 10 % av forsikringsmessige avsetninger.

## 6 Unoterte obligasjonslån

Bl.a. som følge av den norske stats finansielle situasjon er det norske obligasjonsmarked svært tynt, og det kan ikke oppfylle pensjonskassers og livsforsikringsselskaps behov for langsiktige plasseringer. Dette vil bli et enda større problem når Solvency II bestemmelsene iverksettes fra 2013.

Vi legger til grunn at unoterte obligasjoner etter dagens regler ikke faller inn under begrepet "ikke-standardiserte lån" – jf. § 3-2 annet ledd og begrepet "usikret lån til en enkelt låntaker" i § 3-3 fjerde ledd nr. 4. Grense for plassering i unoterte obligasjonslån tilsvarende følgelig 10 % av de forsikringsmessige avsetninger (forutsatt at institusjonen ikke har andre plasseringer som faller inn under eiendeler som angitt i § 3-1 nr. 2) og med en grense for største enkeltengasjement på 4 %.

Av private obligasjonslån er ca 42 % notert på Oslo Børs, mens 58 % er notert på den såkalte ABM-listen<sup>5</sup> (andelen ABM er økende). De reelle risikohensyn taler for at disse to noteringsformene sidestilles, og forskriftens ordlyd synes heller ikke til hinder for en slik behandling. Vi vil likevel foreslå en klargjøring, hvor det fremgår at lån notert på ABM sidestilles med lån notert på Oslo Børs.

Lån notert på ABM omsettes i like stor grad som børsnoterte lån, og grunnlaget for prissettingen vil følgelig være like godt. Obligasjoner har prioritet foran aksjer ved en evt. konkurs, allikevel er adgangen til å investere i børsnoterte aksjer i et selskap mer liberal enn til å investere i obligasjoner (når disse er notert på ABM) utstedt av samme selskap.

For lån notert på ABM-listen er kravet til informasjon fra utsteder noe mindre enn ved lån notert på børsen. Imidlertid vil mange av utstederne på ABM-listen ha andre papirer – aksjer eller obligasjoner – notert på børsen. Investorer i lån notert på ABM-listen vil derfor kunne ha samme tilgang på informasjon om denne utsteder som om lånet var notert på Oslo Børs. Dersom vårt prinsippale forslag ikke tas til følge, vil vi foreslå at lån notert på ABM-listen, hvor utsteder i tillegg har andre verdipapirer notert på regulert marked, inkluderes i § 3-1 første ledd nr. 8 som følger:

*8. rentebærende fordringer som er notert på regulert marked i stat i sone A eller hvor utsteder har andre verdipapirer notert på slikt marked.*

I vil peke på, at hva gjelder derivater, krever en heller ikke at disse er notert i regulert marked, bare at underliggende er notert – jf. § 2-4.

## 7 Sammensetning av særskilt investeringsvalgportefølje

Ved kapitalforvaltningsforskriften av 17. desember 2007 fikk livsforsikringsselskap og pensjonskasser adgang til å sette sammen særskilte investeringsvalgporteføljer (interne fond) etter reglene i forskriftens kapittel 3. De samme endringer ble imidlertid ikke gjort gjeldende i lov om

---

<sup>5</sup> Hhv. 138 mrd kroner og 171 mrd. Kroner.

foretakspensjon, jf. § 11-4<sup>6</sup> og lov om innskuddspensjon, jf. § 3-4, hvilket innebar at kapitalforvaltningsforskriften § 4-2 ikke kunne gjøres gjeldende for tjenestepensjonsordninger med investeringsvalg.

Kredittilsynet foreslår på denne bakgrunn å innføre en ny del 2a i forskrift til lov om innskuddspensjon og et nytt kapittel 5 (ny § 5-1<sup>7</sup>) i forskrift til lov om foretakspensjon. Som Kredittilsynet bemerker, har det særlig vært muligheten for å inkludere fast eiendom i investeringsporteføljer som har vært etterspurt.

Pensjonskasseforeningen støtter i utgangspunktet Kredittilsynets forslag. Forslaget innebærer imidlertid at investeringsrommet for investeringsvalgordninger etter pensjonslovene blir snevrere enn etter bestemmelsen i kapitalforvaltningsforskriften, uten at denne ytterligere begrensningen er begrunnet i høringsnotatet. Vi ville finne det mer hensiktsmessig om bestemmelsene i forskrifter til pensjonslovene fikk samme omfang som § 4-2 i kapitalforvaltningsforskriften gjennom en henvisning til denne bestemmelse<sup>8</sup>. Ny § 2a-1 i FOR 2000-12-22-1413 kunne da bli som følger:

*En særskilt investeringsvalgportefølje, jfr lovens § 3-4 skal settes sammen enten i henhold til verdipapirloven § 4-6 til § 4-9 eller i henhold til bestemmelsene i kapittel 3 i forskrift om livsforsikringsselskapers og pensjonsforetaks kapitalforvaltning av xx.xx.xx.*

og tilsvarende i ny § 5-1 i forskrift til lov om foretakspensjon.

## 8 Generelle plasseringsbegrensninger

Hva gjelder § 3-2 femte ledd kan det synes som om det er en uoverensstemmelse mellom teksten i høringsnotatet (s 36) og forslag til endring i forskriften (s 46). Etter det vi kan se er det ikke noe forslag om å oppheve bestemmelsen om at € og NOK skal kunne regnes som valutaekvivalente når det gjelder investering i visse objekter – bare en teknisk opprydding i hvilke objekter det gjelder.

Med vennlig hilsen,

Pensjonskasseforeningen

Rolf A. Skomsvold  
Generalsekretær

---

<sup>6</sup> Kredittilsynets henvisning til forskrift til lov om foretakspensjon er for øvrig feil: Det dreier seg om forskrift 2000-12-01-1212.

<sup>7</sup> Punktnummereringen i foreslått § 5-1 er blitt feil.

<sup>8</sup> Henvisningene i første ledd pkt. 3 i forskrift til innskuddspensjonsloven og i §5-1 første ledd nr. 8 (som skal være pkt. 3) er formodentlig feil. Det skal formodentlig stå: "... i eiendomsselskaper som nevnt i n. 2."